

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Crise Asiática e as transformações ocorridas na Coreia
através do processo de reestruturação corporativa**

André Filipe Guedes Almeida
Matrícula nº: 110051363
E-mail: andrefilipe_15@hotmail.com

Orientador: Prof. Jacques Kerstenetzky

Dezembro de 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Crise Asiática e as transformações ocorridas na Coréia através do processo de reestruturação corporativa

André Filipe Guedes Almeida
Matrícula nº: 110051363
E-mail: andrefilipe_15@hotmail.com

Orientador: Prof. Jacques Kerstenetzky

Dezembro de 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu Orientador Jacques Kerstenetzky, pela paciência e disponibilidade demonstradas durante o processo de elaboração desta monografia. Além disso, agradeço a minha família pelo apoio incondicional concedido durante toda a minha vida.

RESUMO

A presente monografia se dispõe a descrever o debate que há em torno das causas da Crise Asiática e do consequente programa de reestruturação corporativa realizado pelo governo sul-coreano. Buscou-se explicitar as principais características referentes aos maiores *chaebols*, conhecidos como Big Five, que foram alvos das reformas realizadas. Mostrou-se que a abordagem neoclássica que permeou todo o processo de reforma nos conglomerados empresariais possuía equívocos, o que acarretou resultados duvidosos para a economia coreana. A visão alternativa dessa temática, proposta por Ha-Joon Chang, permite analisar as consequências e as limitações do processo como um todo.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I – A CRISE: CAUSAS E EXPLICAÇÕES.....	9
I.1 – O DEBATE SOBRE O MILAGRE COREANO	9
I.2 – A CRISE.....	10
CAPÍTULO II – O <i>CHAEBOL</i>.....	22
II.1 – A EVOLUÇÃO DOS CHAEBOLS	22
II.2 – ESTRUTURA DE NEGÓCIOS DIVERSIFICADA	25
II.3 – RELACIONAMENTO GOVERNO-CHAEBOLS E ESTRUTURA FINANCEIRA.....	27
II.4 – GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	30
CAPÍTULO III – A REESTRUTURAÇÃO DOS <i>CHAEBOLS</i>.....	32
III.1 – PROGRAMA DE REESTRUTURAÇÃO PROPOSTO PELO FMI	33
III.2 – MUDANÇAS NO RELACIONAMENTO GOVERNO, CHAEBOL E SISTEMA FINANCEIRO	34
III.3 – REESTRUTURAÇÃO CORPORATIVA E MUDANÇAS NO AMBIENTE COMPETITIVO	37
III.4 – REFORMA NO SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	42
III.5 – A ECONOMIA COREANA APÓS A CRISE DE 1997-98.....	47
CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	53

INTRODUÇÃO

Ao longo do século XX, a Coreia do Sul vivenciou uma experiência que se tornou uma das maiores referências no âmbito do desenvolvimento econômico nos países subdesenvolvidos. Neste sentido, surgiram diversas visões acerca das causas e dos determinantes para tal sucesso. Entre os fatores considerados fundamentais para que o desenvolvimento econômico tivesse sido bem-sucedido, estavam os conglomerados empresariais coreanos, os *chaebols*.

Quando, em 1997, a Crise Asiática atingiu a Coreia, muitas indagações foram feitas no que diz respeito ao modo como o processo de desenvolvimento econômico foi conduzido nesse país. Assim como os *chaebols* foram considerados fundamentais para o sucesso econômico coreano, suas características também foram analisadas e contestadas como um dos fatores que contribuíram para a eclosão da crise.

A Coreia experimentou, após a crise, um processo de reestruturação e reformas em diversos pontos cujas características foram apontadas como frágeis e estimuladoras para a depressão. Neste sentido, o governo coreano liderou esse processo de mudanças e transformações na economia do país. Como os *chaebols* foram considerados vulneráveis e frágeis no momento da crise, eles foram alvo deste projeto de reestruturação.

Este trabalho, portanto, tem por objetivo explicitar as principais causas da Crise Asiática e a maneira como o ambiente corporativo foi modificado a partir do processo de reestruturação da economia coreana, apresentando diferentes visões a esse respeito.

Para tal, este trabalho estará dividido em três capítulos, além da introdução e da conclusão. O primeiro capítulo buscará prover um panorama geral da Crise Asiática, de modo a explicitar as diversas visões a respeito desta e os fatores que foram considerados determinantes para a eclosão desta crise. O segundo capítulo versará sobre as principais características dos conglomerados empresariais coreanos, apresentando sua estruturação e sua evolução ao longo do século XX. No Capítulo III, explicitar-se-ão as reformas e as transformações que ocorreram no sistema corporativo dos *chaebols*, apresentando as

principais mudanças neste ambiente complexo (que determina o formato do comportamento dos grupos empresariais coreanos) e as críticas feitas a esse processo.

A metodologia utilizada foi uma vasta referência bibliográfica a respeito da Crise Asiática, da estrutura dos *chaebols* e da reestruturação e reforma na economia coreana após a crise, reunindo as visões de diferentes autores sobre o tema abordado.

Diante do exposto acima, esta monografia abordará a questão da maneira pela qual a Crise Asiática de 1997-98 influenciou a estrutura, tanto corporativa como financeira, da economia coreana. Além disso, busca-se explicitar quais foram as principais mudanças que os *chaebols* sofreram em decorrência desta crise.

CAPÍTULO I – A crise: causas e explicações

A região que se tornara referência mundial no âmbito do crescimento econômico experimentou uma crise financeira em 1997-1998. Entre os modelos de Estados desenvolvimentistas, a Coreia do Sul é vista como um dos maiores exemplos de sucesso. Entretanto, a Crise Asiática trouxe indagações a respeito do processo de desenvolvimento vivido. Esse capítulo tem por objetivo prover um panorama geral do processo de desenvolvimento e da crise no Pacífico Asiático, com um olhar voltado para a Coreia, reunindo as principais causas e explicações referentes a esses eventos.

I.1 – O debate sobre o milagre coreano

A experiência de desenvolvimento da Coreia do Sul é considerada uma referência. A modernização do seu parque industrial, juntamente com um incremento na participação no comércio internacional são alguns fatores dentro de um conjunto de transformações realizadas, principalmente, entre 1960 e 1980. A mudança estrutural deste país permitiu que se reduzisse o *gap* entre as nações consideradas desenvolvidas. Não só a Coreia, mas diversos países do Pacífico Asiático também experimentou um período de grande crescimento e desenvolvimento econômico.

No intuito de explicar os motivos de tal “sucesso”, surgem diferentes visões. Basicamente, é possível apontar três correntes de explicação sobre o desenvolvimento coreano, pormenorizadas a seguir.

A primeira apresenta uma ênfase neoclássica, no sentido de justificar o fato de o processo ter sido bem-sucedido pelas características dos mecanismos de mercado presentes na Coreia. Estudos realizados por organismos como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, além de alguns estudiosos, defendem essa direção. A ideia essencial aqui é que o mercado é o que melhor realiza a alocação de recursos. O Estado, assim, não teria um papel fundamental no processo. Lima (2013: 23) sintetiza as ideias desses autores a respeito das políticas de crescimento de substituição de importações e de promoção das exportações:

“(...) a política de substituição de importações causa uma distorção dos preços relativos na proporção em que as medidas de política econômica protegem o mercado interno em detrimento da competição externa, gerando assim um viés anti-exportação. Por outro lado, quando um país adota a estratégia de crescimento liderado pelas exportações, a política de

incentivos é implementada de forma equitativa, beneficiando as exportações e as importações, expondo a economia nacional à concorrência externa, e, conseqüentemente, promovendo uma intensa concorrência que inibe desequilíbrios no mercado e faz prevalecer a alta produtividade”.

Uma segunda corrente teórica afirma que o elemento essencial para o desenvolvimento econômico coreano é a atuação significativa do Estado. Autores como Amsden (1989) e Ha-Joon Chang (1994) são os principais teóricos nesse pensamento. Esses estudiosos fazem parte da visão desenvolvimentista iniciada com Johnson (1982)¹. O ponto fundamental nesta visão é que a condução da política econômica do Estado foi o que propiciou e estimulou o processo de desenvolvimento experimentado pela Coreia. Segundo Lima (2013), esses autores têm em comum a defesa de que, para a promoção do desenvolvimento na Coreia, fez-se necessária a forte presença do Estado, já que esse país é caracterizado por ser de industrialização tardia.

A terceira interpretação dá relevância à ideia de que o panorama externo se revelou promissor para a Coreia. A ideia aqui é que um cenário externo propício proporcionou condições favoráveis para um alto crescimento e uma significativa transformação estrutural. Medeiros (1997)² e Cho (2001)³ são autores que defendem essa visão, fazendo uma crítica ao pensamento ortodoxo, mas com pontos diferentes da segunda corrente de pensamento.

I.2 – A crise

Canuto (2000) verifica que as experiências nacionais da crise das economias do Pacífico Asiático (Tailândia, Indonésia, Filipinas, Malásia e Coreia) possuem dois pontos em comum: a desvalorização das moedas dos países e a queda substancial do preço dos ativos nos mercados de ações. Isso se refletiu em saídas de capital e em redução de reservas internacionais.

O estopim da crise se deu em 2 de julho de 1997, quando se adotou um regime de câmbio flutuante para a moeda tailandesa, resultando em uma desvalorização imediata de 15%. Em menos de um trimestre, Filipinas, Malásia e Indonésia seguiram o mesmo caminho: desvalorizar suas moedas. O won (moeda coreana) sofreu uma desvalorização de 25% somente no mês de novembro de 1997, acarretando novas desvalorizações. Somente no último semestre de 1997, o won sofreu uma desvalorização de mais de 80%. Apesar dos

¹ Johnson, C. (1982). “MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy 1925-1975”. Stanford, CA: Stanford University Press.

² Medeiros, C. A. (1997). Globalização e a Inserção Internacional Diferenciada da Ásia e da América Latina. In: Tavares, M. C; Fiori, J. L. Poder e Dinheiro. Uma Economia Política da Globalização. Rio de Janeiro: Vozes.

³ Cho, Y. J. (2001). The International Environment and Korea's Economic Development During 1950s-1970s. Research Series on International Affairs, vol 2.

empréstimos emergenciais do FMI, a crise se aprofundou e atingiu a Indonésia e a Coreia. A profundidade da crise e o significativo “contágio” foram fatores que impressionaram (Canuto, 2000).

As taxas instáveis de câmbio provocaram uma saída de dólar em toda a região afetada pela crise, que se alastrou na Ásia. O governo coreano agravou a instabilidade gerada ao implementar o intitulado *Antibankruptcy Agreement* após Hanbo, Jinro e Kia falirem (Sea-Jin Chang, 2003). Esse acordo impediu que os bancos cobrassem pagamentos atrasados de dívidas de empresas que já estavam insolventes e forçou esses bancos a prover ajuda financeira extra. Temendo perdas maiores, bancos comerciais coreanos reagiram a essas políticas cobrando os empréstimos de outras companhias que tinham problemas financeiros. A consequente contração no mercado financeiro levou outras empresas à bancarrota.

Observando esses eventos, investidores estrangeiros receosos começaram a liquidar seus investimentos com perda e a convertê-los em dólar. As instituições financeiras estrangeiras reduziram seus benefícios para as empresas coreanas. Essas ações geraram contrações ainda maiores nos mercados financeiros e provocaram a bancarrota de grandes firmas coreanas. O Banco da Coreia interveio em vão no mercado para proteger o valor do won, reduzindo suas reservas internacionais para \$5 bilhões em determinado momento. A taxa de câmbio foi de 864 won por dólar em janeiro de 1997 para 1695 won por dólar em dezembro de 1997 (Sea-Jin Chang, 2003).

No que diz respeito aos mercados acionários dos países que enfrentaram a crise, todos sofreram quedas significativas em suas bolsas de valores. Os preços das ações nos cinco países em crise caíram, no mínimo, à metade dos patamares iniciais (Canuto, 2000). O índice do mercado de ações coreano despencou de 669 para 390, e o número de empresas que foram à falência subiu de 1000 por mês para 3500 por mês.

O desempenho dos países sofreu impactos decorrentes da crise financeira. O PIB coreano, em especial, caiu 8% entre o final de 1997 e o primeiro semestre de 1998. As quedas acentuadas nos investimentos contribuíram imensamente para o declínio dos PIB's dos países afetados.

A busca pelas causas e explicações relativas à crise provocou diferentes visões a respeito desta. Neste trabalho, optou-se por reunir e explicitar a identificação de determinados fatores que vieram a ser mais ou menos enfatizados de acordo com os diagnósticos elaborados por diferentes teóricos para analisar os determinantes da crise.

Fatores conjunturais e fatores estruturais

Em Cunha (1999), foram sugeridos termos para analisar a separação, realizada em Berg (1999), de duas visões diferentes e disseminadas a respeito das causas da Crise Asiática. De um lado, têm-se os fatores conjunturais, que dizem respeito aos fatos que acarretaram a eclosão da crise. Do outro lado, os fatores estruturais referem-se ao próprio modelo estratégico de desenvolvimento coreano⁴.

No que tange aos fatores estruturais, destaca-se o movimento de desregulamentação e internacionalização dos mercados de capitais coreanos nos anos 1980 e 1990. A consequência foi a combinação de sistemas financeiros frágeis com um elevado aumento na entrada de recursos externos no país. Krugman (1998), Corsetti et. al. (1998 e 2000) afirmam ainda que o padrão de atuação estatal provocou problemas de risco moral, que acarretou investimento excessivo.

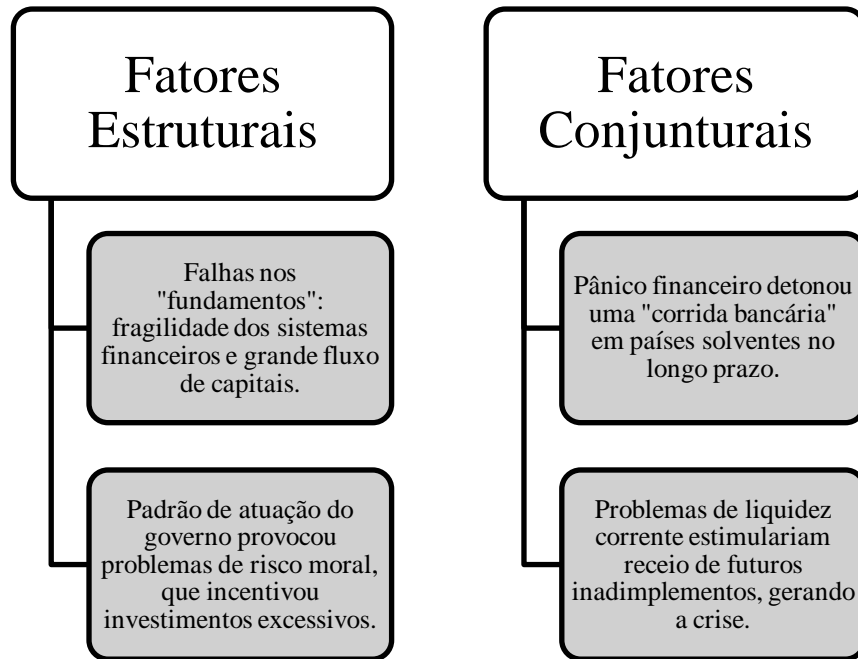
Assim, temos uma primeira interpretação da Crise Asiática. Esse grupo a explica a partir da identificação de falhas nos “pontos fundamentais” do sistema. Essas falhas seriam encontradas na fragilidade dos sistemas financeiros e no grande fluxo de capitais. Além disso, problemas de risco moral teriam incentivado investimentos excessivos.

No que tange aos fatores conjunturais, Cunha (2001) refere-se à ocorrência de uma grande ampliação na entrada de recursos externos entre 1994 e 1996, com uma posterior contração nesse fluxo de capitais. O motivo para essa entrada se encontra no aumento da alavancagem de investimentos, provocada por uma maior posição passiva dos agentes domésticos. Porém, a abertura comercial e financeira fez com que se elevassem os déficits em transações correntes, e estes eram financiados pela maior entrada de capitais externos.

Portanto, a segunda explicação da crise daria relevância ao pânico financeiro, que estimulou uma “corrida bancária” em países solventes no longo prazo. Os problemas de liquidez corrente estimulariam receios de futuros inadimplementos, acarretando a crise.

⁴ Uma explicação mais detalhada sobre a separação em fatores conjunturais e estruturais se encontra em Cunha (2001)

Figura 1 – Fatores estruturais x Fatores conjunturais



Fonte: Cunha (2001). Elaboração própria.

Fragilidades macroeconômicas

A crise asiática não apresentou, em geral, os pontos fundamentais para a explicação de crises (Krugman, 1998). O governo coreano possuía um equilíbrio razoável em suas contas; não havia uma alta pressão inflacionária nem altas taxas de desemprego.

Tabela 1 – Indicadores Básicos na Coreia

	1991-1995	1996	1997	1998	1999
Atividade e Preços					
Crescimento (%)	7,5	7,1	5,0	-6,7	10,7
Inflação (%)	6,2	4,9	4,4	7,5	0,8
Desemprego (%)	2,4	2,0	2,4	6,8	6,3
Comércio Exterior					
Exportações (crescimento real - %)	13,1	11,4	21,1	13,8	14,3
Importações (crescimento real - %)	14,8	14,1	4,0	-22,4	30,5
Termos de Troca (var. anual - %)	-1,9	-5,4	-6,0	-3,6	0,0
Taxa de Câmbio					
Taxa Real e Efetiva de Câmbio	-1,8	1,7	35,7	-22,2	-0,3
Balanço de Pagamentos					
Saldo em conta corrente (% do PIB)	-1,3	-4,8	-1,7	12,6	6,1
Entrada Líquida de Capital Priv. (% do PIB)	2,8	5,1	-3,1	nd	nd
IDE (% do PIB)	-0,3	-0,4	-0,3	0,2	1,3
Entrada Líquida de Capitais Oficiais	-0,2	-0,1	2,5	nd	nd
Dívidas e Reservas					
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (%)	45,8	49,9	40	20,6	27,9
Dívida de Curto Prazo/Reservas (%)	222,5	340,2	710,1	63,5	51,4
Dívida Externa (% do PIB)	6,1	33,1	33,4	46,4	33,4
Finanças Públicas					
Balanço do Governo (% do PIB)	-0,3	0,1	-1,7	-4,4	-3,5
Dívida Pública (% do PIB)	8,3	6,2	11,1	16,1	18,5

Fonte: World Development Indicators, 1999; World Bank (2000d), Berg (1999), IMF (2000f), ADB (2000d).
 Extraído de Cunha (2001: 82).

Todas essas informações conviviam com um significativo crescimento. O fator macroeconômico que mais incomodava era, na década de 1990, a presença constante de déficits em conta corrente - diferentemente do período entre 1986 e 1989, em que se obtiveram grandiosos superávits comerciais.

No “sistema tradicional”, o governo coreano controlava de maneira bastante severa os fluxos financeiros. Esse controle se materializou no Foreign Exchange Concentration System e no Foreign Exchange Management Act. A decisão de liberalizar a conta de capital foi consequência do sucesso econômico coreano (Ha-Joon Chang, 1998). A partir do início dos anos 1990, o governo coreano começou um significativo relaxamento do seu controle financeiro. No governo Kim Young Sam, o processo de liberalização foi muito acelerado, e isso propiciou a retomada dos elevados déficits em conta corrente.

Esses déficits, porém, eram financiados pela entrada de grande quantidade de capital. A permanência deste ciclo de crescimento sofreria uma ameaça com a redução do crescimento das exportações coreanas e com a deterioração dos termos de troca, sinalizando possíveis problemas de liquidez. O FMI também sinalizou o momento adverso que a Coreia passou pela desvalorização do iene em relação ao dólar a partir de 1995.

“In 1994-96, Korea conglomerates undertook an aggressive investment drive financed by large increases in borrowing from domestic banks, which, in turn, sharply increased short-term external borrowing. During 1997, an unprecedented number of highly leveraged conglomerates went into bankruptcy as the buildup in capacity proved unviable owing to the depreciation of the yen, a sharply adverse movement in Korea’s terms of trade, and the slowing of domestic demand in 1996. The bankruptcies resulted in a severe deterioration in the balance sheets of Korean financial institutions.” (IMF, 1998)

O boom de capitais em direção à Coreia e a outros países do Pacífico Asiático se deu em um momento de desregulamentação e de liberalização comercial e financeira, que acarretou uma elevação nos investimentos. Entretanto, a falta de regulação sobre os intermediários financeiros ampliou o grau de endividamento das corporações, devido ao aumento de liquidez, o que acarretou uma deterioração nas condições macroeconômicas. Essa visão também é compartilhada pelo Banco da Coreia⁵.

Portanto, a vulnerabilidade externa coreana é compreendida pela interação entre a expressiva liberalização financeira na década de 1990, o boom de investimentos com endividamento e a consequente fragilização externa. Esta é mais bem entendida ao se constatar uma redução dos prazos de maturação das dívidas.

Porém, para Ha-Joon Chang (1998), o dismantelamento dos mecanismos tradicionais de geração e coordenação de investimentos de longo prazo – isto é, o enfraquecimento da política industrial – é que fez com que o endividamento das corporações coreanas e o endividamento externo se tornassem fatores perigosos. A política industrial na Coreia não foi responsável pelos investimentos excessivos que estão por trás da crise. Ao contrário, sua abolição no governo Kim facilitou muitos investimentos.

⁵ Bank Of Korea. <http://www.bok.or.kr/broadcast.action?menuNavild=2371>. Acesso em 4 out.2013

“The abolition of Five-year planning and the serious weakening of sectoral industrial policy played a very important part in the process. With the well-publicised ‘rational’ criteria for intervention previously provided by the five-year plans and sectoral policies gone, it became much easier to ‘bend the rules’ for political reasons.” (Ha-Joon Chang, 1998: 740)

Governança corporativa

Krugman (1998), Corsetti (1998 e 2000), entre outros, referem-se ao problema relativo ao sistema de governança corporativa enfatizando sua viabilização através da garantia implícita concedida pelo governo aos bancos e às corporações industriais. É sugerido que essas garantias teriam incentivado a tomada de empréstimos de modo excessivo e impetuoso – inclusive em realizar investimentos com rentabilidade duvidosa. Uma análise prospectiva negativa poderia tornar esses empréstimos insolventes, refletindo em perda de eficiência nas corporações.

“Private agents act under the presumption that there exist public guarantees on corporate and financial investment, so that the return on domestic assets is perceived as implicitly insured against adverse circumstances. To the extent that foreign creditors are willing to lend against future bailout revenue, unprofitable projects and cash shortfalls are refinanced through external borrowing. Such a process translates into an unsustainable path of current account deficits.” Corsetti (2000: 17)

A desregulamentação do setor privado tem, assim, um papel fundamental nessa justificativa. O processo de liberalização financeira, na ausência de uma regulação rigorosa e da realização das reformas necessárias nos sistemas financeiros, expôs a economia coreana a vulnerabilidades no sentido do risco moral.

Essa visão também é compartilhada pelo FMI, que afirma que ações do governo coreano colocaram as corporações em situações de elevada vulnerabilidade:

“Until the financial crisis in late 1997, Korea had experienced a long period of rapid growth, low inflation, and a sustained improvement in the standard of living. Prudent macroeconomic policies and high domestic savings and investment contributed to the rapid transformation of Korea into an advanced industrial economy in four decades. The government had begun an economic reform program – which gained momentum in 1993-96 – to gradually liberalize financial markets and the capital account. Capital account liberalization, however, was not well sequenced nor accompanied

by the necessary reforms and strong prudential supervision of the financial system. The vulnerabilities of the economy to external events stemming from weaknesses in the corporate and financial sectors were not fully recognized. Controls on short-term external borrowing by banks were eased, but control on medium- and long- term capital remained in place”. (IMF, 1998)

O pedido para se tornar membro da OCDE demandava a liberalização do mercado financeiro, o que fez com que, em 1995, esse processo se acelerasse ainda mais. O resultado foi uma elevação significativa da dívida externa até 1997. Canuto (2000) constata que a desregulamentação financeira permitiu que os *chaebols* e as instituições financeiras aumentassem suas estruturas patrimoniais via alavancagem e cruzamento de riscos.

No que diz respeito à dívida externa, Ha-Joon Chang (1998) faz uma observação importante. O Banco Mundial considera países com relação dívida/PIB abaixo de 48% casos de baixo risco. O interessante é que essa relação em 1996 era de 22% e chegou a 25% no auge da crise. Porém, deve-se explicitar que um problema crítico da dívida externa era sua maturidade. A participação da dívida de curto prazo saltou de um nível já alto em 1993 (43,7%) para 58,3% no final de 1996.

Cunha (2001) reúne cinco características do padrão de governança corporativa apresentadas por diferentes autores, explicitadas no diagrama abaixo.

Figura 2 – Características do sistema de governança corporativa para a visão neoclássica



Fonte: Cunha (2001). Elaboração própria.

Porém, Ha-Joon Chang (1998) faz uma crítica a essa linha de pensamento, mostrando com evidências empíricas que há problemas com a ideia de que o sistema de governança corporativa era frágil e que este provocou problemas de risco moral entre as corporações coreanas. Seu argumento se baseia em três pontos⁶:

- A baixa lucratividade dos *chaebols* coreanos era causada pelo alto pagamento de juros, e não pela ineficiência.
- Os *chaebols* não teriam se exposto em direção às *Non Banking Financial Institutions* (NBFIs) se contassem com a garantia implícita do governo coreano.
- A maioria dos investimentos realizados pelos conglomerados empresariais antes da crise se deu em setores com retornos estáveis.

Mudanças institucionais na década de 1990

É consenso que a década de 1990 trouxe transformações significativas nos mecanismos de atuação e participação do Estado nas economias asiáticas. O processo de liberalização e desregulamentação financeira acarretou em mudanças no âmbito da coordenação de investimentos e do controle das finanças. Como foi exposto anteriormente, a

⁶ Para um maior detalhamento desses três pilares da argumentação, ver Ha-Joon Chang (1998).

redução da intervenção governamental teria contribuído para o aparecimento de vulnerabilidades nas economias asiáticas.

Tabela 2 – Principais liberalizações nos anos 1990

Major financial liberalization measures in Korea during the 1990s

1) **Interest rates deregulation** (in four stages: 1991 to July 1997)

- By 1997, all lending and borrowing rates, except demand deposit rates, were liberalised

2) **More managerial autonomy for the banks and lower entry barriers to financial activities**

- Freedom for banks to increase capital, to establish branches, and to determine dividend payments (1994)
- Enlargement of business scope for financial institutions (1993):
 - continuous expansion of the securities business of deposit money banks (1990, 1993, 1994, 1995)
 - freedom for banks and life insurance companies to sell government and public bonds over-the-counter (1995)
 - permission for the securities companies to handle foreign exchange business (1995)
- Abolition of the limits on maximum maturities for loans and deposit of banks (1996)

3) **Foreign exchange liberalisation**

- Adoption of the Market-Average Foreign Exchange Rate System (1990)
- Easing of the requirement for documentation proving 'real' (i.e., non-financial) demand in foreign exchange transactions (1991)
- Setting up of foreign currency call markets
- Revision of the Foreign Exchange Management Act (1991):
 - changing the basis for regulation from a positive system to a negative system
- Introduction of 'free Won' accounts for non-residents (1993)
- Allowance of partial Won settlements for the export or import of visible items (1993)
- Foreign Exchange Reform Plan (1994):
 - a detailed schedule for the reform of the foreign exchange market structure
- A very significant relaxation of the Foreign Exchange Concentration System (1995)

4) **Capital market opening**

- Foreign investors are allowed to invest directly in Korean stock markets with ownership ceilings (1992)

- Foreigners are allowed to purchase government and public bonds issued at international interest rates (1994), equity-linked bonds issued by small and medium-sized firms (1994), non-guaranteed long-term bonds issued by small and medium-sized firms (Jan. 1997), and non-guaranteed convertible bonds issued by large companies (Jan. 1997)
- Residents are allowed to invest in overseas securities via beneficiary certificates (1993)
- Abolition of the ceiling on the domestic institutional investors' overseas portfolio investment (1995)
- Foreign commercial loans are allowed without government approval in so far as they meet the guideline established in May 1995
- Private companies engaged in major infrastructure projects are allowed to borrow overseas to pay for domestic construction cost (Jan. 1997)
- Liberalization of borrowings related to foreign direct investments (Jan. 1997)

5) Policy loans and credit control

- A planned termination of all policy loans by 1997 is announced (1993):
 A step-wise reduction in policy loans to specific sectors (e.g., export industries and small and medium-sized firms)
- Simplifying and slimming down the controls on the share of a bank's loans to major conglomerates in its total loans

Fonte: Ha-Joon Chang (1998: 737)

O processo coreano de liberalização financeira, na década de 1990, se deu no sentido de um estímulo à tomada de empréstimos externos de curto-prazo, cujos motivos são explicitados por Ha-Joon Chang (1998). Primeiro, a liberalização foi muito mais extensa em relação aos empréstimos de curto prazo do que os de longo prazo. Enquanto os empréstimos de longo prazo exigiam um detalhamento das informações, os de curto prazo não o exigiam tão rigorosamente. Isso incentivou os emprestadores a irem à direção de empréstimos de curto prazo em detrimento dos de longo prazo. Segundo, dado o comprometimento do governo Kim com a liberalização financeira, houve uma expectativa de que os *ratings* do crédito coreano no mercado financeiro internacional continuariam melhorando e as taxas de juros para os bancos e empresas coreanas iriam, portanto, cair. E, dada a incerteza quanto às datas exatas das medidas de liberalização anunciadas em 1993, os tomadores de empréstimos coreanos pareceram ter resolvido adotar um comportamento “wait and see”, rolando empréstimos de curto prazo em vez de tomar empréstimos de longo prazo.

Cunha (2000) argumenta que a gravidade de tais fragilidades institucionais aumentou a partir da elevação brusca nos investimentos das corporações.

“Isto [exposição do sistema financeiro coreano] tornou-se tão mais grave, na medida em que o boom de investimentos das corporações estava

associado a uma forte alavancagem financeira e rentabilidade decrescente”.
(Cunha 2001: 117)

CAPÍTULO II – O *chaebol*

O *chaebol* é um conglomerado empresarial coreano. Dentro dele, existem várias subsidiárias debaixo do mesmo nome, muitas vezes controladas por uma família. O governo coreano utiliza o termo *chaebol* para se referir aos trinta maiores grupos de negócios coreanos. O Monopoly Regulation and Fair Trade Act define as afiliadas dos *chaebols* como sendo “aquelas para as quais mais de 30% das ações emitidas pertençam a uma pessoa, seus parentes, ou a uma empresa controlada por esta família, ou cuja gestão, assim como a nomeação dos seus dirigentes, é substancialmente afetada” (extraído de Sea-Jin Chang, 2003).

Tabela 3 – Top 10 *chaebols* em 1960, 1972, 1984 e 1996

Ranking	1960	1972	1984	1996
1	Samsung	Samsung	Hyundai	Hyundai
2	Samho	LG	LG	Samsung
3	Kaepung	Hanjin	Samsung	LG
4	Daehan	Shinjin	SK	Daewoo
5	LG	Ssangyong	Daewoo	SK
6	Dongyang	Hyundai	Ssangyong	Ssangyong
7	Kukdong	Daehan	Kukje	Kia
8	Hanglass	Hanwha	Hanyang	Hanjin
9	Dongrib	Kukdong	Hanhwa	Hanwha
10	Taechang	Daenong	Daelim	Lotte

Fonte: Korea Fair Trade Comission. Extraído de: Sea-Jin Chang (2003: 50)

Os *chaebols* são grupos altamente diversificados, e foram considerados um motor que promoveu o desenvolvimento coreano. Amsden (1989) afirma que o crescimento coreano colocou os *chaebols* no centro das transformações econômicas ocorridas no país⁷. Alguns autores, porém, consideram suas fragilidades e vulnerabilidades – governança corporativa fraca, falta de transparência e corrupção – para destacar uma parcela de responsabilidade destes conglomerados na ocorrência da crise na Coreia.

II.1 – A evolução dos *chaebols*

A apresentação do crescimento e do desenvolvimento dos *chaebols* não pode ser realizada sem se destacar o importante e fundamental papel do governo coreano neste processo. Além disso, não é interessante o estudo a respeito das características e condições desses conglomerados antes de se verificar sua evolução, principalmente ao longo da segunda metade do século XX. Por essa razão, esta seção se subdivide em quatro partes, visando uma

⁷ Para uma maior pormenorização destas transformações, ver Amsden (1989).

melhor interpretação a respeito das transformações que ocorreram dentro desses grupos ao longo da história.

Pós-guerra

Apesar dos obstáculos enfrentados neste período, incluindo a Guerra da Coreia entre 1950 e 1953, que destruiu boa parte da base industrial construída pelo Japão e dividiu a Coreia em dois países, os *chaebols* puderam crescer entre 1945 e 1960. O principal motivo para as oportunidades de desenvolvimento foi a venda dos ativos que pertenciam ao governo japonês e suas firmas.

Sea-Jin Chang (2003) afirma que as vendas, porém, se deram de acordo com as preferências dos altos funcionários do governo. Além disso, como a inflação era alta no período, os compradores adquiriram esses ativos por um preço bem abaixo do valor real de mercado, e as condições de pagamento eram bastante confortáveis. Assim, o bom relacionamento com o governo permitiu que a Samsung Group, Hanwha, Doosan, SK e Hyundai usufruíssem da compra desses ativos e os usassem como base de apoio para um posterior crescimento.

No governo Syngman Rhee – primeiro presidente eleito – a Coreia dependeu enormemente de recursos externos. A exportação de recursos naturais como tungstênio e ouro também foi uma importante fonte de divisas. A adoção de uma política de substituição de importações permitiu somente a importação de matérias-primas. Neste momento, a concessão de licenças favoreceu os grupos próximos ao governo como, por exemplo, a Samsung. Este grupo se expandiu na direção da importação de bens não disponíveis na Coreia e, posteriormente, para a produção desses bens.

“With the profits earned from this business, Samsung expanded into manufacturing. It first established Cheil Jedang in 1953 and built a factory that produced sugar, which until then had been imported. It’s chairman close relationship with Korea’s president helped it secure foreign currency. In 1954, it received a million dollars in aid from the United States and used this money to purchase the manufacturing facilities for its new subsidiary, Cheil Industries Inc., which produced woolen goods. At the same time, the government banned the import of woolen goods and sugar, which gave Samsung a monopoly on these goods within Korea. It soon took over Ankuk Fire Insurance Company, now known as Samsung Insurance, and also

bought more than half the shares of three banks”. Sea-Jin Chang (2003: 65)

Planos de desenvolvimento nos anos 1960

A Coreia viveu um período de governo democrático após o fim do governo Rhee, mas o golpe militar executado por Chung-Hee Park o encerrou de maneira breve. Esse novo regime deu mais importância à política econômica do que o governo Rhee, fazendo do desenvolvimento econômico uma prioridade.

O governo Park, nesse sentido, introduziu uma série de planos de desenvolvimento econômico com duração de cinco anos. Os dois primeiros planos – 1960-1966 e 1967-1971 – são considerados bem-sucedidos e já explicitavam uma mudança na condução da política econômica. Esses dois planos faziam parte de uma estratégia de promoção de exportações, diferentemente da política de substituição de importação presente no regime Rhee. Mason et al (1980) afirmam que o ambiente geopolítico foi favorável para a estratégia de promoção de exportações adotada. Os Estados Unidos, além de uma fonte de ajuda financeira, também significava um mercado para as exportações coreanas.

Apesar de, no início do regime Park, a corrupção ter sido combatida – pelo menos no campo das palavras –, a colaboração para algumas empresas também foi vista nesse período. Os empréstimos para investimento eram destinados a poucas empresas, que eram selecionadas pelo governo. A estratégia de diversificação dos *chaebols*, que será pormenorizada mais adiante, deve ser compreendida dentro deste contexto. O governo também investiu em instituições de pesquisa que ajudaram as firmas nas novas atividades.

A distribuição dos empréstimos baratos, segundo Sea-Jin Chang (2003), elevou substancialmente a relação *debt-equity* das firmas coreanas e incentivou os *chaebols* a se endividarem. O governo usou os bancos para garantir empréstimos com baixa taxa de juros e capital externo para as firmas selecionadas em setores estratégicos.

Diversificação para indústria pesada e química na década de 1970

Na década de 1970, o governo passou a investir em indústria química e pesada visando desenvolver setores intensivos em capital. A política do governo de promoção de exportação encontrou problemas pela escassez de mão de obra. Além disso, a ditadura imposta por Park pretendia apresentar planos grandiosos e mostrar que a economia estava se desenvolvendo. Para Kim (1997), o “big push” para as indústrias química e pesada foi politicamente motivado.

Setores como aço, petroquímica e eletrônicos foram priorizados pelo governo coreano a partir do terceiro plano de desenvolvimento. Entre 1975 e 1979, o governo distribuiu 70% dos seus fundos para desenvolvimento nesses setores (Kang, 1996). Para aproveitar as economias de escala, o governo distribuiu licenças para somente algumas companhias. A Samsung, a Hyundai e a Daewoo foram escolhidas para construção naval. Os grandes *chaebols* investiram grandes quantias em setores estrategicamente designados pelo governo durante os anos 1970.

“During this period [1975-1979], the government also began to allow chaebols to advance into nonbanking financial institutions such as insurance, securities, and merchant banking. (...) They used these institutions to supply capital to their affiliates.” Sea-Jin Chang (2003: 56)

Desregulamentação e liberalização a partir de 1980

Com o fim do regime Park, em 1979, outro golpe militar interrompeu o início de um governo democrático. Doo-Hwan Chun assumiu o poder em 1980, e esse governo foi marcado por diferenças bastante significativas no que diz respeito à condução da política econômica. Esta foi direcionada para a liberalização e privatização. Predomina a visão de que as mudanças no ambiente externo acarretaram essa transição. Órgãos como FMI e Banco Mundial pressionavam o governo coreano a respeito do equilíbrio orçamentário, e os Estados Unidos buscavam a abertura comercial e melhores condições para investimento externo direto. O governo Kim (1993-1998) também seguiu os rumos da desregulamentação e liberalização.

Sea-Jin Chang (2003) afirma que os principais *chaebols* conseguiram crescer, mesmo com um menor suporte governamental. Esse desenvolvimento teria se dado, de acordo com essa teoria, pelo ambiente externo favorável devido à valorização do iene após o Acordo de Plaza, em 1985. A maior competitividade das exportações permitiu que os *chaebols* pudessem financiar seu próprio crescimento.

II.2 – Estrutura de negócios diversificada

A diversificação da estrutura de negócios é um ponto fundamental no estudo sobre os *chaebols*. Como foi visto, o governo até mesmo incentivava a entrada dos grandes conglomerados em novas indústrias, dando subsídios e condições preferenciais para esses grupos se instalarem nos setores considerados estratégicos. Esse fato contribuiu para que os *chaebols* realizassem extensas diversificações, inclusive não correlatas.

Para os *chaebols*, a diversificação significava fontes de aumento de lucro – embora muitas empresas afiliadas tenham dado prejuízo de forma frequente e constante. A redução do risco também foi um fator estimulador para que os conglomerados entrassem em novos negócios. As famílias que possuíam grande parcela dos grupos buscavam estabilidade nos lucros de seus investimentos, e a diversificação contribuiria para esse fim. Outro motivo a se destacar é que, nesse processo, criam-se sinergias pelo compartilhamento de recursos tangíveis, intangíveis (marca, tecnologia), recursos humanos e capital.

Compartilhamento de recursos dentro do chaebol

Existem algumas vias de compartilhamento de recursos entre as empresas afiliadas ao mesmo conglomerado. A primeira se refere ao fato de que as empresas de um mesmo *chaebol* compartilham tecnologia umas com as outras. Para facilitar o suporte técnico, os *chaebols* criaram centros de Pesquisa e Desenvolvimento, organizados em linhas de negócio definidas para se conhecer as necessidades comuns (Kim, 1997). Em alguns casos, uma inovação tecnológica em uma afiliada pode contribuir diretamente para a redução de custos de um produto em outra afiliada, principalmente quando há um elevado grau de integração vertical.

O compartilhamento de know-how também é bastante importante, principalmente na entrada em um novo negócio. Um exemplo claro disso é que quando a Samsung entrou na indústria química, muitas empresas afiliadas forneceram os recursos necessários para investimento, assim como o know-how gerencial. A Samsung Engineering projetou a fábrica, e funcionários da Samsung Life Insurance ajudaram na compra do terreno. A Samsung Construction construiu a planta, e a Samsung Heavy Industries forneceu os materiais para sua construção. Ainda, a Samsung SDS e a Samsung Engineering projetaram a automação da fábrica, a Samsung Corporation ajudou no fornecimento de matérias-primas e na exportação dos produtos, e a Samsung Petrochemical and Cheil Industries ajudou na tecnologia necessária. Os escritórios da Samsung Corporation cuidaram das relações internacionais, e o centro de treinamento de grupos treinou os novos empregados e os transferidos. Em suma, a entrada em novos negócios foi facilitada pela existência do fornecimento, por parte das afiliadas, de recursos gerenciais e de *know-how*, de modo que os custos de entrada em novos negócios são reduzidos. Outro fator característico dos *chaebols* é que todas as afiliadas dentro de um grupo recebem o mesmo nome de marca. A propaganda do Grupo gera consideráveis economias de escala e escopo.

Dois fatores presentes nos *chaebols* são a criação tanto de um mercado interno de capitais quanto de um mercado interno de trabalho. Um mercado interno de capitais pode criar

sinergias enormes e ser uma fonte de vantagens competitivas em firmas de países em desenvolvimento (Williamson, 1975; Leff, 1978). De acordo com essa visão, isso ocorreu porque o mercado de capitais coreano não cresceu o suficiente após a era da liberalização e do desenvolvimento econômico. Por isso, os *chaebols* teriam reunido recursos das empresas afiliadas e os distribuído de acordo com a importância estratégica.

A importância do mercado interno de trabalho se daria na diversificação em novos negócios. Transferindo pessoal entre as afiliadas, economiza-se tempo e dinheiro e, assim, facilita o compartilhamento de recursos tecnológicos e de know-how gerencial.

“Chaebols share human resources among affiliates through group-level recruiting and intragroup transfers. (...) They create economies of scale, instill group-level culture, and promote cooperative human resource sharing among affiliates”. Sea-Jin Chang (2003: 90)

Conclusão

A visão neoclássica acredita que as sinergias criadas pelo compartilhamento de recursos entre as afiliadas foram, frequentemente, compensadas por falhas nas tomadas de decisão estratégica. A ineficácia dos *chaebols*, assim, teria decorrido de suas estruturas centralizadas, que foram essenciais na criação de sinergias entre as afiliadas no âmbito operacional. Ao centralizar a tomada de decisões, os *chaebols* poderiam concentrar recursos rapidamente em um setor estratégico. Porém, desde os anos 1980, alguns fatores teriam feito dessa centralização mais uma desvantagem do que uma vantagem.

“First, prior to the 1980s, chaebols diversified, largely framed under the government’s planning. The government not only designated which industry to enter and who would enter it but also picked up the check when something went wrong. In the 1980s, however, chaebols became responsible for their own actions. They followed their own strategies with their own funding. Although the government provided a governance system prior to 1980s, chaebols have had no functioning governance system to guard against wrong decisions since then”. Sea-Jin Chang (2003: 108)

II.3 – Relacionamento governo-*chaebols* e estrutura financeira

Os teóricos ortodoxos, assim como órgãos como o FMI e o Banco Mundial, viram no relacionamento do governo coreano com os *chaebols* um fator determinante da crise. Esse pensamento tem base na ideia de que o Estado absorvia os riscos que as empresas enfrentavam, e estas se apropriavam dos benefícios alcançados com o sucesso de determinado

investimento. A nacionalização dos bancos privados, após o golpe militar e a posse do presidente Park, teria contribuído para essa situação. Argumenta-se, inclusive, que quando era preciso garantir empréstimos estrangeiros para investimento em indústrias consideradas estratégicas, garantias de pagamento eram emitidas. A visão da existência do risco moral, e sua consequente responsabilidade em causar a crise, sugere que a garantia concedida pelo governo aos *chaebols* os estimulou a realizar investimentos arriscados e a diversificar em direções nem sempre promissoras.

Os bancos, por sua vez, teriam perdido a força e a capacidade de realizar uma rigorosa análise de crédito, pois acabaram se tornando uma extensão do governo. Como os bancos perderam a habilidade de exercer essa função, eles começaram a exigir altos níveis de garantia, bem como garantias de dívida para proteger seus ativos. Assim, os *chaebols* ampliaram as garantias de dívidas entre as empresas afiliadas. Essas circunstâncias teriam proporcionado a explosão da relação *debt-equity* entre os *chaebols*.

Nos anos 1980, os bancos foram, mais uma vez, privatizados. Surgiu, assim, a oportunidade de os *chaebols* não se restringirem aos empréstimos que conseguiam adquirir, mas de usufruir das reservas bancárias. Isso provocou um agressivo movimento de compra de ações de instituições bancárias por parte dos conglomerados empresariais. Por exemplo, em 1997, a Samsung Group possuía mais de 3% do Choheung Bank, 3,5% do Shinhan Bank e 18,5% do Koram Bank (joint venture com Bank of America e Daewoo Group) e 3,6% do Hana Bank. Em dois bancos comerciais nacionais, a Samsung possuiu mais do que o permitido por lei: 6,9% do Commercial Bank of Korea e 4,9% do Hanil Bank. A Samsung também possuía grandes parcelas de diversos bancos regionais (Sea-Jin Chang, 2003).

A linha de pensamento neoclássica acredita que o crescimento do controle sobre o crédito bancário para os *chaebols* e o aumento do crédito para as pequenas e médias empresas fizeram com que o direcionamento de recursos para os grandes conglomerados perdessem sua alta prioridade. Os *chaebols*, assim, investiram grandemente em diversas instituições financeiras não bancárias (NBFIs), aproveitando a modesta regulação exercida pelo governo coreano sobre esse segmento. Isso permitiu que as NBFIs se tornassem uma importante fonte de recursos para os grupos empresariais.

Tabela 4 – *Chaebols'* ownership of NBFIs in 1997

<i>Chaebols'</i> ownership of nonbank financial institutions							
	Merchant Bank	Securities	Investment Trust	Life Insurance	Indemnity Insurance	Other Financial Services	Total
Hyundai	2	2	-	-	1	2	7
Samsung	-	1	1	1	1	3	7
Daewoo	-	1	1	1	-	3	6
LG	1	1	1	-	1	3	7
SK	-	1	-	1	-	1	3

Fonte: Sea-Jin Chang (2003: 61)

“Notwithstanding the effectiveness of government-directed credit policies in the early development era, the financial liberalization of the 1980s implied a fundamental shift in the traditional credit allocation mechanism. While privatizing the banking system in the early 1980s, the government tightened bank ownership and the credit control system in an effort to ensure the soundness of the banking system and to indirectly control bank credits toward the chaebol. However, financial liberalization also meant an additional degree of freedom for chaebol in terms of their financing resources. The emergence of NBFIs and opening of more direct and overseas financing opportunities enabled chaebol to become more and more independent in their major investment decisions”. Joo-Ho Hahm (2003: 96)

A visão neoclássica acredita que o relacionamento entre governo, *chaebol* e bancos se enfraqueceu após a liberalização financeira na década de 1980. Apesar da privatização dos bancos, o governo ainda exercia um controle sobre o crédito bancário via regulação. O comportamento dos conglomerados, no que diz respeito aos financiamentos, teria mudado. Ao longo da década de 1990, cresceu a importância das NBFIs e dos mercados internos de capital. Essa mudança resultou em uma maior autonomia nas decisões de investimentos por parte dos *chaebols*.

Sea-Jin Chang (2003) afirma que, ao permitir que os *chaebols* adquirissem empresas financeiras, o governo distorceu o fluxo de capital financeiro. Instituições financeiras não bancárias passaram a não direcionar fluxos de capitais para negócios mais promissores. As empresas afiliadas passaram a investir o dinheiro adquirido de suas próprias instituições financeiras em negócios ineficientes. Não havia mecanismo, como análise rigorosa de crédito, para controlar os fluxos de capitais dessas firmas.

“Efficiency in capital allocation evaporated. Thus, when the financial crisis hit Korea, international liquidity problems quickly hit financial institutions and chaebols, resulting in chains of insolvencies. These events show that both inadequate financial supervision by the government and the resulting absence of a corporate governance system were the most fundamental causes for the financial crisis.” Sea-Jin Chang (2003: 140)

Em suma, a visão ortodoxa que permeou o processo de reestruturação corporativa que será exposto adiante considerou que os esforços do governo coreano em liberalizar o sistema financeiro e implementar princípios de mercado não impediram suas eventuais intervenções, dado o padrão de comportamento entre o governo e os *chaebols*. Isso teria estimulado o risco moral, já que os investidores assumiam que o governo estaria sempre pronto a garantir os riscos tomados, inclusive no que diz respeito às NBFIs. A deterioração dos demonstrativos financeiros das corporações explicitaria a criação de uma vulnerabilidade da economia coreana.

II.4 – Governança corporativa

Como foi abordado anteriormente, o pensamento a respeito do sistema de governança corporativa frágil como uma das causas para a crise se baseia na concessão de garantias implícitas por parte do governo aos bancos e aos *chaebols*. No sentido de complementar o assunto explicitado no primeiro capítulo deste trabalho, apresenta-se, aqui, algumas características internas aos conglomerados empresariais presentes nesse sistema que contribuem para essa visão.

Um fator extremamente importante é a centralização das decisões dentro dos conglomerados. Apesar de cada empresa afiliada possuir seu presidente e seus diretores, o *group chairman* age como se fosse o executivo do *chaebol*. Este possuía grande autonomia para tomar suas decisões e seguir seus objetivos individuais. Os interesses dos acionistas majoritários eram perseguidos em detrimento dos acionistas minoritários, que não possuíam influência significativa no que diz respeito à tomada de decisão do grupo.

Embora a centralização na tomada de decisões tenha sido uma vantagem enquanto o governo coreano buscava a promoção do desenvolvimento econômico nas décadas de 1960 e 1970, a linha de pensamento neoclássica acredita que as liberalizações realizadas a partir da década de 1980 tornaram essa característica nociva para o *chaebol*.

“Although the absolute power of chaebols’ chairmen may have been an asset when the government developed economic plans, provided funds for

new business, and saved failing ventures, it can be now a liability since the government stopped these activities in the early 1980s and chaebols became responsible for their own strategic decisions". Sea-Jin Chang (2003: 177)

Outro fator a se destacar era o grande volume de informações internas que os *group chairman* possuíam a respeito das afiliadas. Frequentemente, os familiares do *chaebol* compravam ações a preços baixos antes de anúncios de recebimento de grandes ganhos de capital.

Um dos importantes direitos legais dos acionistas é o direito de eleger diretores, que possuem direitos e deveres a respeito da gestão. A Korean Commercial Law identifica o Conselho de Administração como o maior nível de tomada de decisão dentro da empresa. Na prática, porém, sua importância e sua autoridade são menores, já que o *group chairman* nomeia os diretores. Os acionistas minoritários, na Coreia, têm direitos bastante limitados. Antes da crise, a Commercial Law garantia que eles poderiam mover uma ação judicial contra a empresa ou revisar os demonstrativos somente se possuíssem, no mínimo, 5% da companhia. Ao mesmo tempo, a Commercial Law também restringia investidores como bancos e companhias de investimento de exercer seus direitos de voto.

A visão ortodoxa afirma que os bancos coreanos não exerciam fiscalização rigorosa nos demonstrativos das empresas. A capacidade de verificar se uma empresa poderia receber determinado financiamento também era bastante limitada. Basicamente, a Coreia não possuía controle das práticas dos *chaebols* no mercado de capitais. Portanto, não existiriam controles sistemáticos para coibir atitudes estratégicas nocivas por parte dos presidentes dos *chaebols*. Esses problemas, segundo esta linha de pensamento, diminuíram o potencial de sinergias que os conglomerados empresariais poderiam criar⁸.

⁸ Por se tratar da visão que permeou o processo de reestruturação corporativa coreana, nesta seção apresentaram-se os fatores que são apontados como causadores de uma frágil governança corporativa. Porém, a crítica feita por Ha-Joon Chang (1998, 2003) a essa visão foi explicitada no primeiro capítulo e será retomada no terceiro capítulo deste trabalho.

CAPÍTULO III – A reestruturação dos *chaebols*

“(...) the Korean corporate reform after the financial crisis was predicated on the premise that the chaebol-dominated corporate structure brought about over-investment and excessive diversification because it lacked adequate institutional mechanisms to restrain ‘despotic’ management decisions by the ‘owners’”. Ha-Joon Chang (2003: 83)

O pedido de auxílio dos fundos de emergência do FMI feito pela Coreia implicava a submissão às demandas que este órgão e o Banco Mundial exigiriam no que tange às reformas a serem realizadas. O Banco Mundial demandou esforços similares aos propostos pelo FMI em seu acordo com o governo coreano, ainda exigindo um fortalecimento do Fair Trade Act para promover a competição e a remoção de regulação contra entrada e saída.

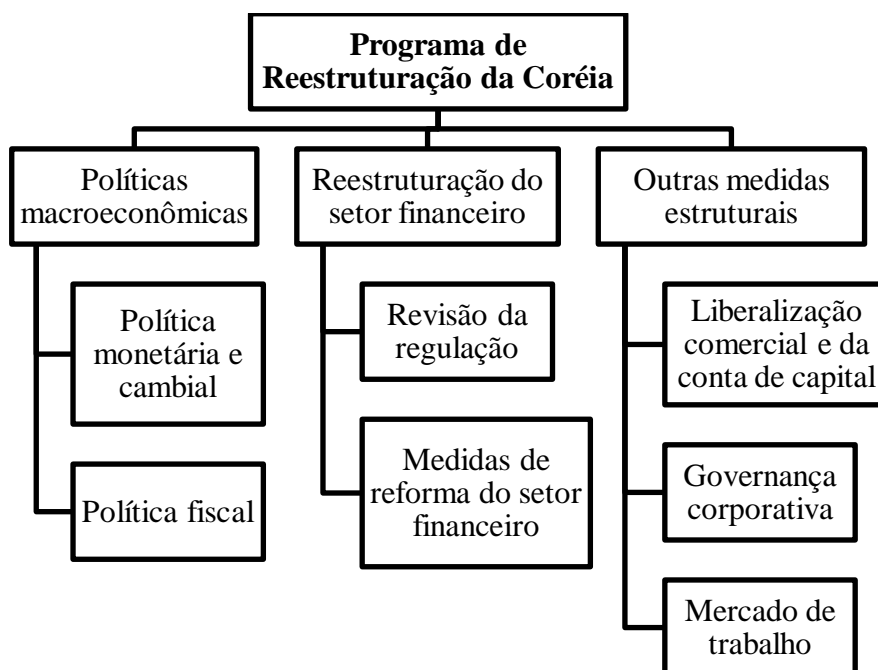
O presidente coreano eleito Kim Dae-Jung buscou reestruturar os *chaebols* no sentido de reconquistar a confiança dos investidores externos. O governo anunciou os seguintes princípios para a reestruturação corporativa em 13 de janeiro de 1998. Primeiro, o governo demandaria aos *chaebols* a introdução de demonstrativos financeiros combinados e a adoção das práticas de contabilidade internacionais para melhorar a transparência. Segundo, era necessária a abolição das garantias de dívida para evitar bancarrotas. Terceiro, os *chaebols* precisariam reduzir suas dívidas e vender ativos que davam prejuízos. Quarto, a competitividade internacional dos *chaebols* seria elevada ao se focar em áreas de atuação principais. Quinto, o governo melhoraria o sistema de governança corporativa e buscaria uma maior importância dos acionistas minoritários.

Até aqui, buscou-se mostrar que o papel dos *chaebols* na economia coreana não pode ser entendido sem considerar o contexto das políticas, da regulação e do sistema financeiro. Assim, no sentido de se explicitar as reformas e as transformações que ocorreram no sistema corporativo dos conglomerados empresariais coreanos, este capítulo apresenta as principais mudanças neste ambiente complexo que determina o formato do comportamento dos *chaebols*. Far-se-á uma apresentação do programa de reestruturação proposto pelo FMI e, baseado nos trabalhos de Haggard, Lim and Kim (2003) e Ha-Joon Chang (2003), buscar-se-á contrapor as visões a respeito das principais mudanças ocorridas na relação entre governo e *chaebols*, e destes dois agentes com o sistema financeiro, além da introdução de forças competitivas externas que estimulariam a disciplina por parte dos conglomerados, e do sistema de governança corporativa.

III.1 – Programa de reestruturação proposto pelo FMI

O programa de reestruturação proposto pelo FMI abordava diversas áreas de atuação.

Figura 5 – Estrutura do Programa de Reestruturação proposto pelo FMI



Fonte: IMF (1997). Elaboração própria

No que tange às políticas macroeconômicas, o FMI tinha como objetivo reduzir o déficit em conta corrente para menos de 1% em 1998 e 1999, conter a inflação em um patamar abaixo de 5% e limitar a desaceleração do crescimento real do PIB para cerca de 3% em 1998, seguido de uma retomada na trajetória de recuperação em 1999. Neste sentido, propunha-se uma apertada política monetária no intuito de “sustentar” os mercados e conter o impacto da depreciação do won por causa da inflação. Além disso, dever-se-ia manter uma política de taxa de câmbio flexível e uma política fiscal rígida.

No que diz respeito à reestruturação do setor financeiro, foi proposta a revisão da regulação do sistema financeiro. Assim, dever-se-ia revisar o Bank of Korea Act para prover uma maior autonomia do Banco Central, realizar medidas de fiscalização sobre os bancos e instituições financeiras, e certificar a transparência dos demonstrativos financeiros por auditores externos. Além disso, as medidas de reforma do sistema financeiro propunham, entre outros pontos, o fechamento ou a reestruturação – de acordo com a viabilidade – das instituições financeiras que passavam por problemas. A reestruturação poderia ser realizada, por exemplo, pela estratégia de fusões e aquisições, tanto de instituições nacionais quanto de estrangeiras.

A liberalização comercial também era uma meta contida no programa. Seria necessário eliminar subsídios e licenças de importação, e racionalizar a transparência dos procedimentos de importação. No âmbito da liberalização da conta de capital, dever-se-ia relaxar as restrições em relação ao investimento estrangeiro direto (IED), permitir o investimento estrangeiro no mercado de títulos coreano e eliminar as restrições sobre empréstimos no exterior por empresas coreanas.

Propunha-se, no sentido de reformar o sistema de governança corporativa coreano, a melhoria na transparência dos balanços das empresas através de normas contábeis em consonância com as aplicadas internacionalmente. Outro ponto exigia a não intervenção do governo na gestão bancária e nas decisões de crédito, com a eliminação do direcionamento de empréstimos. As medidas elaboradas visariam à redução da relação *debt-equity* dos *chaebols* e à redução do sistema de garantias mútuas dentro destes conglomerados.

Havia, ainda, ideias sobre a reformulação do sistema de seguro-desemprego no sentido de realizar medidas para flexibilizar o mercado de trabalho.

III.2 – Mudanças no relacionamento governo, *chaebol* e sistema financeiro

Após a crise de 1997-98, houve transformações significativas no que diz respeito às relações entre governo e mercado. O pensamento neoclássico esteve presente em todas as áreas do processo de reestruturação da economia coreana. Neste sentido, a introdução de forças de mercado e uma regulação mais presente tinham por objetivo mudar as relações próximas e de privilégios entre o governo e alguns grupos empresariais. A criação de novas instituições reguladoras, como a Financial Supervisory Commission (FSC), e a participação mais ativa da Korea Fair Trade Commission visavam conter a socialização do risco e algumas transações entre as empresas subsidiárias. A ideia por trás dessas decisões era de que isso ajudaria a reduzir o risco moral e a corrupção.

Como abordado anteriormente, acreditava-se que as perdas geradas por investimentos malsucedidos, muitas vezes, eram absorvidas pelo governo, e isso estimulava o risco moral e o comportamento irresponsável das firmas. Assim, ocorreu um movimento no sentido de impor essas perdas às empresas e aos acionistas. Porém, a preocupação com os custos sociais da reestruturação forneceram aos *chaebols* uma ferramenta política de induzir o programa de reformas no sentido da reestruturação financeira em detrimento das mudanças operacionais e da venda de ativos (Haggard, Lim and Kim, 2003).

O principal componente do ambiente gerado pela relação entre o governo e os *chaebols* é o sistema financeiro. Assim, os problemas dos conglomerados empresariais tinham grande relação com as dificuldades enfrentadas pelas instituições financeiras. Em 1998, a maioria dos bancos estava perto da falência. Além disso, a situação se agravava com as pessoas retirando seus depósitos dos bancos, e as firmas continuaram a falir quando os bancos restringiram empréstimos adicionais. A reestruturação do setor corporativo, então, demandava uma reestruturação no setor financeiro.

“After the Prompt Corrective Action (PCA) System was imposed on banks, merchant banks and securities companies in April 1998, the system was gradually expanded to cover insurance companies (June 1998), mutual savings banks (December 1999) and credit unions (December 2003). Following reinforcement of the criteria for classifying the assets of financial institutions based upon their levels of soundness in July 1998, a minimum period of three months of overdue payment replaced the previous six months as the criterion for non-performing assets. In January 2000, the Forward Looking Criteria (FLC) System, a system for classifying assets according to their levels of soundness taking into account the future repayment capacities of borrowers, was introduced to banks. It was later also applied to merchant banks (June 2000) and to insurance companies (September 2000)”. Bank of Korea

No início de 1998, o governo injetou 3 trilhões de won em dois grandes bancos comerciais que estavam insolventes – Chiel Bank e Seoul Bank – e fechou cinco bancos comerciais regionais. Paralelamente, quatro bancos que estavam enfraquecidos foram fundidos com outros mais “saudáveis”. Assim, o número de bancos comerciais caiu de trinta e três no final de 1997 para vinte e quatro em junho de 1999. O governo também injetou 13,5 trilhões de won de recursos públicos para ajudar o capital próprio de outros bancos e 9,6 trilhões de won para pagar pelos depósitos de bancos liquidados. O governo ainda comprou empréstimos ruins das instituições financeiras sobreviventes. Em 1999, o governo tinha injetado um total de 45,2 trilhões de won para reestruturar os bancos comerciais (Sea-Jin Chang, 2003).

“The crisis had the effect of transferring nominally privatized commercial banks back to the state ownership as the government injected public funds equal to about 30 percent of GDP to absorb nonperforming loans and recapitalize the banking sector. Prior to the crisis, the government held approximately 18 percent of total banking sector capital. By mid-2000, the

Korean government owned 58 percent of commercial bank capital, including majority shares in three major commercial banks”. (Haggard, Lim and Kim 2003: 314)

No que diz respeito às instituições não bancárias, seis empresas de securitização, cinco de seguros, e três companhias de investimentos foram fechadas. O governo injetou 4 trilhões de won em companhias de seguros e pagou 11,4 trilhões de won pelos depósitos de instituições financeiras não bancárias que foram fechadas. A injeção de recursos públicos em todas as instituições financeiras alcançou 64 trilhões de won em dezembro de 1999.

A eficácia dos mecanismos presentes no processo de reestruturação do setor financeiro é discutida por diversos autores. Para Sea-Jin Chang (2003: 194), esses esforços não foram suficientes para salvar o setor financeiro e tiveram consequências significativas. De acordo com este autor, injetar recursos nas instituições financeiras sem realizar mudanças no gerenciamento e nas práticas de empréstimos foi uma solução inadequada. As intervenções do governo a respeito de incentivar bancos a darem empréstimos adicionais a empresas próximas a falência não interromperam após a crise.

“Although a massive injection of public funds to the failed financial institutions was necessary, the Korean government depleted its financial resources as a consequence; the total government budget and the Gross national product of Korea for 1999 were only 80 trillion won and 483 trillion won, respectively. Furthermore, this infusion set another bad precedent of bailing out failed financial institutions with tax money and created a moral hazard for domestical financial institutions. In December 2000, the government reported that six commercial banks that received government funds in 1998, including Seoul Bank and Hanvit Bank, once again needed additional funds to remain solvent. The government announced that 50 trillion won of additional public funds were needed to clean up the balance sheets of commercial banks and to close out bankrupt financial institutions.”

Já para Haggard, Lim and Kim (2003), a injeção de liquidez por parte do governo serviu para estabilizar o setor financeiro e teve uma significativa contribuição para o processo de reestruturação corporativa. No entanto, esta ação colocou o governo em uma situação bastante complexa, a de possuir o papel tanto de regulador como de um importante *shareholder* dos bancos. Assim, esse cenário pode ter gerado complicações no processo de reforma da estrutura das corporações coreanas.

III.3 – Reestruturação corporativa e mudanças no ambiente competitivo

A visão de que a estrutura das relações com o governo e as instituições financeiras criaram uma fragilidade e uma vulnerabilidade nos *chaebols*, que contribuíram para a eclosão da crise de 1997 na Coreia, foi materializada na realização de um processo de reestruturação dos conglomerados empresariais coreanos. Esta seção focaliza a reforma realizada nos principais *chaebols*, conhecidos como Big Five, já que as mudanças ocorreram de maneira diferenciada em relação aos demais grupos.

Dessa maneira, esta seção divide a reestruturação corporativa em duas partes. A primeira apresenta como se deu a reestruturação financeira dos *chaebols* e explicita como a estrutura dos negócios sofreram mudanças, em especial com o projeto do *Big Deal*. Na segunda parte, mostram-se as principais mudanças no ambiente competitivo coreano, que teve por foco o investimento estrangeiro direto.

Reestruturação das estruturas financeiras e de negócios

A reestruturação financeira dos *chaebols* se apoiou em três ações: redução da relação dívida/capital próprio para menos de 200%; eliminação das garantias de dívidas entre as afiliadas até o fim de 2000; e melhoras na estrutura financeira. Os bancos que foram praticamente nacionalizados (após a elevada injeção de capital) atuaram na supervisão das reformas destes conglomerados. A situação real destes foi explicitada somente quando suas informações financeiras agregadas foram divulgadas, em 1999, uma exigência do governo.

Tabela 5 – Relação *debt-equity* entre 1997 e 1999

1997 aggregated financial statements					
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK
Debt	61,7	50,0	42,9	42,7	23,9
Equity	10,7	13,5	8,5	9,1	5,1
Debt-equity ratio	576,6	370,4	504,7	469,2	468,6
Number of affiliates	62	61	52	37	45
1998 aggregated financial statements					
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK
Debt	72,6	43,2	36,4	59,8	22,6
Equity	15,0	17,1	11,5	16,9	9,4
Debt-equity ratio	484,0	252,6	316,5	353,8	240,4
Number of affiliates	57	62	48	36	41
1999 aggregated financial statements					
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK
Debt	52,6	38,4	27,5	-	22,6
Equity	34,6	26,3	18,6	-	16,9
Debt-equity ratio	152,0	146,0	147,8	-	133,7
Number of affiliates	35	45	43		39
1999 combined financial statements					
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK
Debt	60,2	41,5	30,6	-	23,1
Equity	26,2	21,4	11,2	-	10,2
Debt-equity ratio	229,8	193,9	273,2	-	226,5
Number of affiliates	30	39	35		33

Notes: 1. Aggregated financial statements simply add the accounting items from the financial statements of individual affiliates without any consolidation

2. Both aggregated and consolidated financial statements here excludes financial services affiliates.

Fonte: Korea Fair Trade Comission. Extraído de Sea-Jin Chang (2003: 197-198)

O segundo fator importante na reestruturação dos *chaebols* era a eliminação das práticas de garantias de dívidas mútuas. O governo havia estipulado até o fim de 2000 para que se cumprisse essa meta. A Samsung, juntamente, com os outros três maiores *chaebols*, eliminaram todas essas garantias no prazo determinado.

Sea-Jin Chang (2003) faz um balanço do programa, concluindo que a reestruturação financeira dos *chaebols* teve um moderado sucesso. Vendendo ativos e emitindo ações, os *chaebols* fortaleceram suas finanças. Também conseguiram reduzir suas vulnerabilidades eliminando as garantias de dívidas.

A redução bastante expressiva da relação *debt-equity* dos *chaebols* coreanos é apontado como um dos maiores sucessos da reforma que se deu após a Crise Asiática. Porém, isso não significou a diminuição dos riscos financeiros no setor corporativo (Ha-Joon Chang, 2003). Segundo essa visão, a redução na relação *debt-equity* se deu por mecanismos errados,

ou seja, enquanto a redução deveria ter se dado pelo repagamento das dívidas, ela se deu a partir da venda ou da reavaliação dos ativos das corporações coreanas. Por esse motivo, não houve a esperada elevação da baixa lucratividade dos *chaebols*. Além disso, não houve melhoras nas vendas nem no lucro operacional dos conglomerados coreanos. Também se deve ressaltar que essa política urgente fez com que o preço pelo qual os ativos foram vendidos se desse bem abaixo do razoável.

“Thus seen, a large part of the build-up of non-performing loans (NPLs) after the crisis was due less to the inherent inefficiencies of the Korean corporate sector than to an abrupt change in financial environment in a way that excessively punished high debt. The debt–equity ratio reduction policy also drove the Korean firms to sell their assets at bargain prices. Although what exactly constitutes a bargain price can be debated, considering the asymmetry of negotiating power between sellers and buyers in times of financial crisis, it seems reasonable to suppose that those assets they sold were mostly sold at heavily discounted prices”. (Ha-Joon Chang, 2003: 88)

No que se refere à reestruturação dos negócios, o governo coreano buscou, ao implementar o *Big Deal*, consolidar indústrias e induzir os *chaebols* a focarem em determinadas direções. Esse plano envolveu oito indústrias: petroquímica, aeroespacial, veículos ferroviários, equipamentos de geração de energia, motores de navios, refino de petróleo, automóveis e eletrônicos.

A Samsung, a Hyundai e a Daewoo foram obrigadas a desistir do negócio de geração de energia para a Korea Heavy Industries, mas conseguiram ter essa ordem rescindida. Esses mesmos *chaebols* formaram uma *joint-venture* na indústria aeroespacial. No setor petroquímico, Hyundai e Samsung negociaram com potenciais investidores externos para formar uma entidade integrada e se tornarem acionistas majoritários.

Tabela 6 – Big Deals entre os chaebols

Industry	Government's plan	Implemented as of December 1999	Results as of December 2000
Semiconductors	LG Semiconductor e Hyundai Electronics merge into one company.	Acquisition of LG Semiconductor by Hyundai Electronics was completed in July 1999.	Due to the lost synergies and the plunge of price of DRAMs, Hyundai Electronics is technically bankrupt. The government asked banks to buy bonds issued by Hyundai Electronics.
Petrochemicals, aerospace	Affiliates of Hyundai, Daewoo, Samsung merge into one company.	Aerospace business were combined into one in October 1999.	The merged company kept making losses. The government provided 530 billion won aids in 2000. Petrochemical deal did not go through.
Railroad vehicle	Hyundai, Daewoo, Hanjin merge their companies.	Hyundai, Daewoo, Hanjin merged their operations in October 1999.	Labor unions of three companies oppose the postmerger integration process. Overcapacity problem did not ease. The government is seeking a buyer.
Power generation machinery	Samsung and Hyundai sell their business to Korea Heavy Industries.	Korea Heavy Industries acquired Samsung and Hyundai's business.	Doosan, the 12th largest chaebol, acquired Korea Heavy Industries.
Ship engine	Samsung sells its business to Korea Heavy Industries.	Merged as planned.	Making a profit. Doosan acquired Korea Heavy Industries.
Petroleum refinery	Hyundai acquires Hanwha Refinery	Hyundai acquired Hanwha Refinery in June 1999.	Postacquisition integration has yet to take place.
Automobile	Daewoo acquires Samsung Motors.	Deal did not go through.	
Electronics	Samsung Electronics acquires Daewoo Electronics.	Deal did not go through.	

Fonte: Sea-Jin Chang (2003: 207)

Os resultados dos *Big Deals* são muito controversos. Para Ha-Joon Chang (2003), não se alcançou nenhuma realização notável na reestruturação proposta no *Big Deal*. A ideia era que houvesse “*business swaps*”, mas o que se constatou foram diversas fusões e aquisições unilaterais, além de propostas que não foram sequer realizadas (Tabela 6). Apesar de que um dos principais objetivos com essas medidas fosse a concentração dos *chaebols* em negócios específicos, a ausência de evidência empírica questiona a viabilidade desta ideia (Ha-Joon Chang, 2003: 91).

Mudanças no ambiente competitivo

O viés neoclássico presente no processo de reestruturação da economia coreana refletiu em uma política de abertura dos mercados para uma maior competição externa. Neste

sentido, o investimento estrangeiro direto foi o instrumento utilizado para incentivar uma redução na concentração dos mercados coreanos, amplamente dominados pelos *chaebols*.

Historicamente, a Coreia tratou o investimento externo direto de maneira bastante receosa, e seu papel na economia coreana não apresentou grande significância até 1982. Em meados da década de 1980, o processo de liberalização ocorrido também abrangeu o sistema de investimento estrangeiro. Como foi mostrado no primeiro capítulo deste trabalho, pressões externas contribuíram para tais mudanças.

Os *players* estrangeiros trariam, segundo essa visão, a disciplina financeira e um sistema de governança corporativa mais desenvolvido, características consideradas como fragilidades inerentes às firmas coreanas. Além disso, o desenvolvimento de novas tecnologias e as melhorias gerenciais promoveriam um setor corporativo mais eficiente.

Neste sentido, o governo coreano buscou liberalizar a estrutura e os processos de investimento externo direto. O interessante a se notar é que, apesar da visão de se ter uma maior autonomia do mercado, essas mudanças foram realizadas e estimuladas pelo Estado coreano através de intervenções diretas e diversas políticas públicas. As políticas de liberalização modificaram de maneira bastante considerável o regime de investimento estrangeiro. Para alguns autores, além da contribuição no processo de reforma da estrutura das empresas coreanas, o governo também incentivou o investimento externo direto por motivos de Balanço de Pagamentos.

Inúmeras medidas foram realizadas no âmbito do investimento externo direto. A Securities Exchange Law sofreu mudanças, eliminando o teto de participação estrangeira de capital no mercado de ações em maio de 1998. Fusões e aquisições internacionais começaram a ser liberadas em abril de 1997, com a eliminação das restrições restantes em maio de 1998. Os procedimentos de fusão e aquisição foram simplificados em fevereiro de 1998 no intuito de auxiliar na reestruturação das empresas. O Foreigner's Land Acquisition Act também foi modificado em 1998, liberalizando a propriedade de terras por estrangeiros. Os controles cambiais também foram relaxados em abril de 1999, com a promulgação do Foreign Exchange Act (Mikyung Yun, 2003).

Tabela 7 – Principais fusões e aquisições internacionais na Coreia desde a crise (1998)

Korean Firm	Foreign Buyer	Contents
Hanwha	FAG OEM and Handel (Germany)	Sold bearing unit for 320 billion won (US\$ 213 million)
Hanwha	BASF (Germany)	Sold 50% stake in Hanwha BASF Urethane for 120 billion won (\$80 million)
Hyosung	BASF (Germany)	Sold 50% stake in Hyosung BASF for 64 billion won (\$43 million)
Daesang	BASF (Germany)	Sold Lysine unit for \$600 million
Halla	Bowater (USA)	Sold Halla Pulp na Paper for \$210 million
Shinho Paper Co.	Norske Skog (Norway)	Sold for \$175 million
Sambo Computer	Seiko Epson (Japan)	Sold printer unit for \$20 million
Korea Exchange Bank	Commerz Bank (Germany)	Sold 29,8% stake for \$276 million
Korea Makro	Wal-Mart (USA)	Sold Makro's subsidiary for \$181 million
Samsung Heavy Industries	Volvo (Sweden)	Sold construction equipment division for \$750 million
Anam Semiconductor	ATI (USA)	Sold semiconductor manufacturing factory for \$600 million
Samsung Electronics	Fairchild (USA)	Sold semiconductor manufacturing factory for \$455 million

Note: exchange rate of 1500 won per dollar is applied.

Fonte: J. D. Kim (1998: 274). Extraído de Haggard, Lee and Kim (2003).

Porém, os benefícios da tentativa do governo coreano em estimular o crescimento do IED podem ser contestados por duas razões apresentadas por Ha-Joon Chang (2003). Em primeiro lugar, o aumento de IED começou a ser visto antes mesmo da eclosão da crise, o que mostra que a liberalização e a desregulamentação combinadas ao crescimento interno já foram suficientes para a elevação deste quesito. Além disso, a maior parte do aumento de IED se relacionou com a venda de ativos por empresas coreanas e instituições financeiras, e não por *‘green field investments’*⁹. Assim, as consequências da atração de IED pelo governo coreano são mais negativas que positivas.

“Whilst the policy of desperately attracting foreign money has probably cost more to the national economy than it benefited it, there is no doubt that major beneficiaries of the policy were foreign investors and related service providers”. Ha-Joon Chang (2003: 106)

III.4 – Reforma no sistema de governança corporativa

A vulnerabilidade dos *chaebols* foi considerada, segundo a visão neoclássica, um fator determinante da crise. Sua principal causa foi apontada como sendo a fraqueza do sistema de governança corporativa. Os *chaebols* teriam sofrido com problemas de atuação, entre eles a

⁹ Ver Ha-Joon Chang (2003).

centralização da tomada de decisões e a grande autonomia das famílias fundadoras em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários, que adentravam negócios arriscados, realizavam diversificações malsucedidas e sustentavam subsidiárias não lucrativas, sendo este fator apontado como uma das causas para a crise de 1997.

Seguindo esta linha de pensamento, o governo coreano buscou reformar o sistema de governança corporativa. Em 1998, o governo Kim Dae-Jung anunciou cinco princípios que iriam reger essa reestruturação: uma maior transparência e responsabilidade por parte do gerenciamento corporativo, a eliminação das garantias de dívida entre as empresas subsidiárias de um mesmo grupo, a melhoria da estrutura de capital das empresas, a focalização em determinados negócios e a melhoria na prestação de contas por parte dos *shareholders* e gerentes.

A formação do Corporate Governance Improvement Committee teve como objetivo a elaboração de um “manual de boas práticas”. Ainda que o código não fosse imperativo, ele fez algumas recomendações a serem praticadas pelas firmas coreanas. Ideias a respeito da diretoria externa independente e o comitê de auditoria, além de sistemas de votos nas reuniões de diretoria foram abordados nesse código.

No que diz respeito aos mecanismos de monitoramento e fiscalização, recomendou-se o fortalecimento dos direitos dos *shareholders* e do Conselho de Administração. Além disso, foram sugeridos esforços no sentido de estabelecer uma maior transparência em relação à contabilidade e aos relatórios das empresas. A implementação de técnicas e metodologias de elaboração dos demonstrativos aplicadas internacionalmente ajudaria na divulgação e no monitoramento das corporações coreanas.

O processo de reestruturação e reforma da governança corporativa na Coreia se deu, basicamente, no aprimoramento e na melhoria das ferramentas legais que dizem respeito aos problemas encontrados nesse sistema. As modificações na legislação e na fiscalização se deram tanto no âmbito da governança corporativa interna quanto na externa. Nesta direção, incluem-se o Korean Commercial Code, o Securities Exchange Act, o Monopoly Regulation and Fair Trade Act, o Independent Audit Act, o Regulations on Securities Listing e o Securities Investment Trust Acts.

No que diz respeito à governança corporativa interna, uma maior transparência e responsabilidade sobre os *chaebols* deveria ser perseguida quando o governo exigiu dos trinta maiores conglomerados a preparação, nos moldes internacionais, de demonstrações financeiras agregadas. As leis comerciais também foram modificadas visando simplificar os

procedimentos de fusões e aquisições. Em 1998, o teto de propriedade estrangeira em uma firma coreana era de 55%. Esse teto foi eliminado, permitindo 100% de propriedade estrangeira no fim de 1998.

No âmbito da governança corporativa externa, Cho (2003) apresenta duas áreas em que a reforma foi focalizada. A primeira refere-se ao relaxamento das restrições a respeito da proporção de ações a serem adquiridas em uma oferta pública, através do Securities Exchange Act. A segunda diz respeito ao papel dos credores. Antes da crise, duas características presentes nos conglomerados coreanos eram a elevada alavancagem e a alta dependência de financiamento externo, e as instituições financeiras coreanas não controlavam o gerenciamento dos financiamentos das empresas. Assim, reformas na estrutura dos bancos permitiram que esse monitoramento pudesse ser mais eficiente.

“In April 2002, the Banking Act and the Financial Holding Company Act were revised, to ease restrictions on the ownership of financial institutions through changes such as a raise in the percentage limit of individual possession of a bank's or bank holding company's voting stock from four to ten percent. In 1999, to prohibit major shareholders from exercising undue influence, stricter regulations on the trading and granting of credit to major shareholders were imposed. The criteria for a financial institution becoming a major investor and its minimum capital requirements were also specified. In January 2000, to improve the existing external audit system, an obligation was imposed on banks and merchant banks, as well as at securities firms, insurance companies and asset management firms of minimum sizes or larger, to introduce board systems centered on outside directors and install audit committees”. Bank of Korea

Tabela 8 – Reformas no sistema de governança corporativa

Issues	Major Reforms	Related regulations
Board of directors	A listed firm should have at least one outside director and more than one-quarter of its board filled with outside directors. This increased to three outside directors and one-half of the board for firms with assets exceeding 2 trillion won.	KCC and regulations on securities listing.
	Outside directors must not be related to the existing management in any way.	
	"Fiduciary duty" imposed on directors in addition to existing "duty of care".	
Management practice	Legal responsibility imposed on "actual directors" who can exercise control on management without official positions.	KCC and regulations on securities listing.
	Registration of dominant shareholders as director.	
	Abolition of secretary office recommended.	
	More restrictions on transactions between dominant shareholders and firms.	
Minority shareholder rights	Lowered ownership requirements for exercising minority rights.	SEA and KCC
	Cumulative voting rules for board election recommended.	
	Class action suits allowed for false reports on securities issues, tender offers and financial statements.	
Institutional investors	Voting rights restored on trusted shares except in the case of exercising them for controlling purposes.	Securities Investment Trust Act
	Damages on trustee are imposed if fiduciary duty is not fulfilled.	
Mergers and acquisitions	Minimum purchase requirement abolished in a tender offer.	SEA and regulations on foreign investment
	Less restriction on mergers and acquisitions by foreign investors.	
	Only "defense industry firms" are subject to government approval.	
	Board-approved purchase limit abolished.	
	Spin-offs and simplified mergers and acquisitions process introduced.	
Accounting system	Combined financial statements required for conglomerates.	Regulations on outside auditing
	Subcommittee established to select auditors of listed firms and affiliates conglomerates.	
	Class action suit againsts outside auditors allowed and increased penalties.	

Fonte: Park (2000). Extraído de Myeong-Hyeon Cho (2003: 303)

As medidas explicitadas anteriormente, como a limitação na participação acionária entre as subsidiárias de um mesmo *chaebol* e na relação *debt-equity*, também se enquadram na intenção do governo em promover a reestruturação do sistema de governança corporativa. De acordo com a visão ortodoxa, a estrutura financeira do *chaebol* aprimorou-se devido à redução na relação *debt-equity* e à maior dependência do financiamento interno em

detrimento do financiamento externo. Essas mudanças também poderiam ser constatadas devido à redução das garantias concedidas pelo governo e ao monitoramento mais rígido das empresas por parte das instituições financeiras. Porém, alguns autores consideram esses resultados duvidosos.

“Nonetheless, this evidence remains ambiguous on a number of points. Firms still vary widely in their performance, and at least some of the improvement in financial structure comes from measures such as inter-subsidiary purchase of equity that might reflect continuing efforts of owner-managers to retain control”. Haggard, Lim and Kim (2003: 329)

Portanto, apesar das significativas reformas realizadas, a completude da reestruturação do sistema de governança corporativa é questionada por diversos autores da própria linha de pensamento ortodoxo. Os que possuem uma visão mais voltada para a liberalização dos mercados acreditam que ainda não foram realizadas todas as medidas necessárias para se ter um sistema saudável.

“Although the government worked very hard to achieve results through business restructuring and financial restructuring, it did not put much effort into improving corporate governance systems, which are less visible but can be potentially more important in the long run. Although there was some improvement in the underlying legal framework, the current system still favors large shareholders in many respects, and the government is reluctant to introduce rules for broader protection of minority shareholders such as class action lawsuits and agglomeration of votes”. Sea-Jin Chang (2003: 213-214)

Já a visão alternativa proposta por Ha-Joon Chang (2003) mostra que se podem verificar alguns pontos positivos na reforma da estrutura de governança corporativa, referentes ao fortalecimento da regulação em auditoria e contabilidade dos conglomerados empresariais coreanos.

“(...) the strengthening of regulations on auditing and accounting is important in providing concerned parties with objective and reliable performance indicators of companies, especially when the number of concerned parties becomes large as companies diversify and broaden their sources of finance. In the same vein, it is desirable to strengthen the rights of minority shareholders to defend their interests from possible neglect by the

managers, who tend to cater for the interests of major shareholders”. (Ha-Joon Chang, 2003: 101)

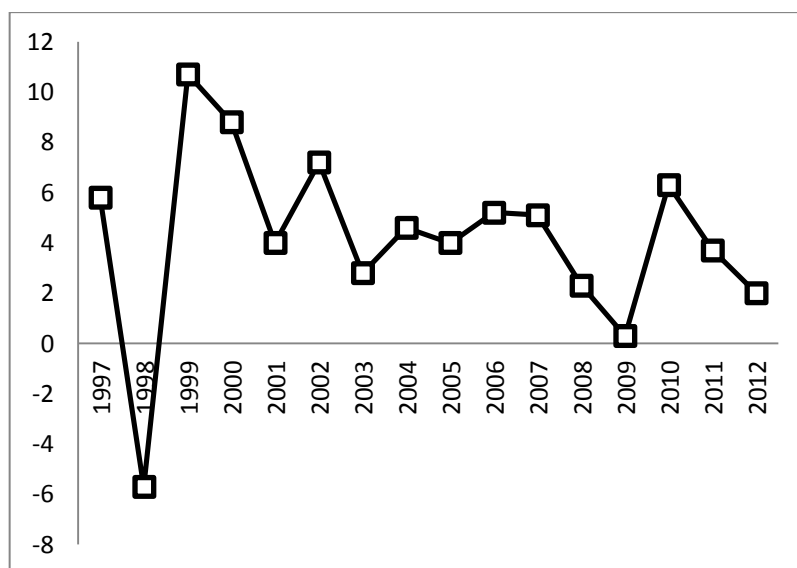
Porém, a reforma na estrutura de governança corporativa destruiu alguns mecanismos que foram essenciais para a viabilidade da estrutura dos *chaebols*. A entrada da Samsung no ramo dos semicondutores é um exemplo do suporte dado pelas empresas afiliadas com uma situação confortável e lucrativa às novas indústrias a serem exploradas pelo *chaebol*. Após as medidas adotadas no programa de reforma, este tipo de ação se tornou praticamente impossível de ser realizada. A operação dos *chaebols* como conglomerados empresariais pode estar bastante comprometida, no longo prazo, devido às restrições impostas pela reestruturação da governança corporativa (Ha-Joon Chang, 2003).

III.5 – A economia coreana após a Crise de 1997-98

Como foi apresentado, os órgãos formuladores de política econômica na Coreia identificaram as causas da Crise Asiática de acordo com a visão ortodoxa. Dessa maneira, deram ênfase nas reformas estruturais que deveriam ocorrer para que a Coreia retomasse sua trajetória de crescimento.

O diagnóstico de Ha-Joon Chang (2006) de que a economia coreana enfrentaria problemas para retomar seu crescimento após a crise que atingiu o país em 1997 e 1998 não se verificou. Apesar de a Coreia ter crescido em um ritmo inferior ao período anterior à crise, este crescimento se deu de modo diferente e consistente – a exceção foi o ano de 2009, em decorrência da crise mundial. Deve-se ressaltar a importância das exportações neste período. Em 1997, a participação das exportações no PIB coreano era de 31,9%, enquanto em 2009 já era de 49,9%. O aumento da participação da China no destino das exportações coreanas também contribuiu para esta elevação das exportações.

Gráfico 1 – Taxa de crescimento do PIB da Coreia (1997-2009)



Fonte: Bank of Korea

Após a crise de 1997-98, o governo buscou implementar políticas que visavam a estabilidade macroeconômica, aumentando a regulação no setor financeiro e controlando a inflação. Quando a crise econômica de 2008 eclodiu, o governo passou a adotar uma postura mais intervencionista, elevando seus gastos no sentido de evitar consequências pesadas para a economia coreana. Assim, a crise econômica ocorrida em 2008 não provocou uma recessão drástica na Coreia como ocorreu em outros países.

O que se viu após a crise econômica de 2008 foi uma conquista significativa de poder de mercado mundial por parte de grandes empresas afiliadas aos *chaebols*, como Hyundai e Samsung Electronics. Isso também impulsionou as empresas fornecedoras destes grandes conglomerados, dando maior dinamismo para a economia coreana.

Assim, podemos constatar que a política econômica adotada pelo governo após a crise que se abateu sobre a Coreia nos anos de 1997 e 1998 surtiu efeitos razoáveis. Estas políticas promoveram um momento de estabilidade, que deram condições para a retomada do crescimento. Houve um aumento da importância das exportações no processo de crescimento coreano, muito influenciado pelo crescimento chinês.

No que diz respeito aos aspectos transformados durante a reforma corporativa, a elevação da transparência por parte dos conglomerados empresariais e o fortalecimento da regulação em auditoria e contabilidade sobre os *chaebols* se destacam como responsáveis por um desempenho favorável destes grupos e da economia coreana como um todo.

Por outro lado, diversos aspectos que foram vistos como causadores da crise, mas que não foram transformados, podem explicar a propulsão da economia coreana. Um exemplo destes fatores é a estrutura de negócios destes conglomerados (explicitada no Capítulo II desta monografia). Antes diagnosticada como ultrapassada em relação ao mercado moderno e apontadas como fragilidades dos *chaebols* durante a Crise Asiática, agora é vista como vantagem em relação a outros competidores. Até mesmo os neoclássicos, que criticaram a atuação dos conglomerados coreanos, reconhecem o papel da grande autonomia no bom desempenho dos *chaebols*. Além disso, o relacionamento do governo com os *chaebols* também contribuíram para tal sucesso. O presidente Lee Myung-Bak estimulou a promoção do desenvolvimento dos conglomerados coreanos.

Portanto, apesar do caráter parcial da reestruturação corporativa na Coreia, pode-se constatar um bom desempenho da economia coreana no período pós-reforma. Neste sentido, os *chaebols* tiveram uma elevada importância. Como explicitado, diversas características que foram consideradas prejudiciais mostraram-se favoráveis aos conglomerados, e alguns problemas que impediam uma maior efetividade da economia foram consertadas.

CONCLUSÃO

Este trabalho buscou identificar as principais transformações e mudanças decorrentes do processo de reestruturação e reforma da economia coreana que ocorreu, após a Crise Asiática, sobre os *chaebols*. Neste sentido, foram reunidas as visões de diversos autores a respeito das principais causas da crise e das características mais importantes desses conglomerados empresariais.

Na visão ortodoxa – explorada por autores como Sea-Jin Chang (2003) e Haggard, Lim and Kim (2003) - acredita-se que, a partir da década de 1980, o governo coreano começou um processo de liberalização e desregulamentação da economia coreana. Porém, esse movimento não teria se dado de maneira completa, o que teria acarretado em problemas de risco moral. Além disso, as relações muito próximas e cinzentas entre o governo e alguns *chaebols* faziam com que estes tivessem inúmeros privilégios e favorecimentos no que tange aos direcionamentos de recursos e à estrutura de alguns mercados. Isso teria contribuído para que o ambiente competitivo da Coreia não tivesse sido tão desenvolvido para que algumas fragilidades dos *chaebols* fossem disfarçadas – o que inclui sua estrutura de capital, de negócios e sua governança corporativa.

Uma visão alternativa – defendida por Ha-Joon Chang (1998, 2003) – mostra que diversos fatores apontados ou negligenciados pela visão neoclássica devem ser mais bem compreendidos. Buscando uma solidez empírica maior em relação à visão ortodoxa, esta linha de pensamento enfatizou o “desmantelamento dos mecanismos tradicionais de geração e coordenação dos investimentos de longo-prazo” de modo que o endividamento corporativo e a tomada de empréstimos externos foram dificultados.

A visão neoclássica, apesar de ter se mostrado frágil empiricamente, permeou o processo e as políticas de reestruturação de diversas áreas da economia coreana. A reestruturação enfatizava, assim:

- A incompletude da liberalização e desregulamentação desde a década de 1980.
- Relações entre governo, *chaebols* e sistema financeiro.
- Vulnerabilidade dos *chaebols* e ambiente competitivo ruim.
- Fragilidade do sistema de governança corporativa.

No que se refere à viabilidade e aos resultados do processo de reestruturação e reforma das corporações e do ambiente empresarial coreano, a visão neoclássica acredita que a reestruturação no sistema financeiro reduziu a dependência dos *chaebols* em relação ao capital externo, além de uma fiscalização mais firme no que se refere à tomada de empréstimos por parte dos *chaebols*. Porém, a autonomia das instituições financeiras não foi preservada durante a reestruturação, devido à intensa atuação do Estado como promotor deste processo. Além disso, as relações do governo com os *chaebols* não possuem mais tantas partes cinzentas. A reestruturação corporativa também abrangeu uma busca por uma maior abertura da economia coreana, inclusive no âmbito do ambiente competitivo. Neste sentido, o investimento estrangeiro direto foi o instrumento utilizado para incentivar uma redução na concentração dos mercados coreanos, amplamente dominados pelos *chaebols*. No que se refere à governança corporativa, esta linha de pensamento acredita que o governo coreano promoveu diversos avanços no sistema, principalmente devido à maior estruturação financeira dos *chaebols*, apesar de alguns estudiosos considerarem duvidosas as transformações nesse quesito.

A visão alternativa apresentada, porém, mostra que a reforma corporativa foi um fracasso. Isso se deu pelo fato de a reestruturação ter se dado na direção errada, no sentido de que se tentou introduzir um sistema de governança corporativa e financeiro que não são apropriados à economia coreana (Ha-Joon Chang, 2003).

Como foi visto no que se refere à redução da relação *debt-equity* dos principais *chaebols*, argumenta-se que esta medida foi perseguida por caminhos inapropriados, e por isso não houve queda no pagamento de juros destes conglomerados. Além disso, a meta que foi proposta – com o intuito de aumentar a lucratividade das corporações coreanas – não foi alcançada, apesar de o setor manufatureiro ter experimentado aumento da lucratividade de 1% em 1999. O esforço em ajustar a capacidade industrial e financeira dos cinco maiores *chaebols* através dos *big deals* também não gerou resultados expressivos.

A respeito da atração de IED, esta visão reconhece a importância de uma maior presença de empresas estrangeiras e de uma melhora no papel das pequenas e médias empresas no sentido de reduzir a dominação excessiva do vínculo Estado-*chaebols*-bancos. Porém, a reforma corporativa promovida não gerou resultados significativos no aumento do volume de IED.

No âmbito da reforma na estrutura de governança corporativa, são considerados pontos positivos o aperfeiçoamento da regulação referente à auditoria e à contabilidade, e a

busca por maior importância dos acionistas minoritários. Porém, algumas medidas tiveram efeitos bastante negativos para a economia coreana, já que reduziram a capacidade de geração de liquidez nas corporações, mas promoveram um sistema com uma alta e constante demanda por liquidez. Além disso, foram colocadas diversas restrições de operação sobre os *chaebols*.

Pode-se perceber que as características da economia coreana após a crise de 1997-98 são diferentes em relação ao pré-crise. Tem-se uma menor participação intervencionista do Estado, um setor financeiro mais regulado, uma maior transparência no gerenciamento dos *chaebols* e contas de capital e financeira liberalizadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMSDEN, Alice H. *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. New York: Oxford University Press, 1989.

Bank Of Korea. < <http://www.bok.or.kr/broadcast.action?menuNaviId=2371> >. Acesso em 4 out.2013.

Bank of Korea. The Bank of Korea Economic Statistics Center: < http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp >. Acesso em 10 dez.2013.

BERG, Andrew. "The Asian Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes". IMF Working Paper, n. 138, october. Washington DC: International Monetary Fund, 1999.

CANUTO, O. A Crise Asiática e Seus Desdobramentos. *Econômica*, Niterói, v. II, n.4, p. 25-60, 2000.

CHANG, Ha-Joon. "The Political Economy of Industrial Policy". London: The Macmilland Press, 1994.

CHANG, H-J.; PARK, H.J; YOO, C.G). "Interpreting the Korean Crisis: Financial Liberalisation, Industrial Policy and Corporate Governance". *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 22, n. 6, p. 735-746, 2008.

CHANG, H-J. "The East Asian Development Experience: the Miracle, the Crisis and the Future". Penang, Third World Network, 2006.

CHANG, SEA-JIN. "Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups: The Rise and Fall of Chaebols". Korea University, Seoul, 2003.

CHANG, SEA-JIN; HONG, JAE-BUM. "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transaction". *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 2, p. 142-158, 2000.

CHO, M-H. "Reform of Corporate Governance". In: HAGGARD, S.; LIM, W.; KIM, E. "Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea". Cambridge: Cambridge University Press, 2003. p. 286.

CORSETTI, G; PESENTI, P; ROUBINI, N. "What caused the Asian Currency and Financial Crisis?". New York University, New York, 1998a.

CORSETTI, G; PESENTI, P; ROUBINI, N. "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis". New York University, New York, 1998b.

CORSETTI, G; PESSETI, P; ROUBINI, N. Fundamental Determinants of the Asian Crisis. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000.

HAGGARD, S.; LIM, W.; KIM, E. "Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea". Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

HAHM, J-H. "The Government, the Chaebol and Financial Institutions Before the Economic Crisis". In: HAGGARD, S.; LIM, W.; KIM, E. "Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea". Cambridge: Cambridge University Press, 2003. p. 79.

IMF. Press Information Notice, 98/39, "IMF Concludes Article IV Consultation with Korea.", 2008. Disponível em < www.imf.org/external/np/sec/pn/1998/pn9839.htm > Acesso em 15 out. 2013.

KANG, MYEONG-HYUN. "The Korean Business Conglomerates: Chaebol Then and Now". Institute of Asian Studies. Berkeley: University of California Press, 1996.

KIM, Eun-Mee. Big Business, Strong State: Collusion and Conflict in South Korean Developments, 1960-1990. New York: State University of New York Press, 1997.

KRUGMAN, P. "What Happened to Asia?", 1998. Disponível em <<http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>> Acesso em 30 jun. 2013.

LEE, S. J. "The Politics of Chaebol Reform in Korea: Social Cleavage and New Financial Rules. Journal of Contemporary Asia, v. 38, n. 3, p. 439-452, 2008.

LEFF, N. "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Group". Economic Development and Cultural Change 26: 661-75, 1978.

MASON, E.; KIM, Mahn-Je; PERKINS, D.; KIM, Kwang-Suk. The Economic and Social Modernization of the Republic of Korea. Cambridge: MA: Harvard University Press, 1980.

Shin, J.-S.; Chang, H.-J. Restructuring Korea Inc. Londres, 2003.

WILLIAMSON, O. Markets and Hierarchies. New York: Free Press, 1975.

YUN, M. "Foreign Direct Investment and Corporate Restructuring after the Crisis". In: HAGGARD, S.; LIM, W.; KIM, E. "Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea". Cambridge: Cambridge University Press, 2003. p. 233.